

永辉超市 (601933.SH) 批发和零售贸易

收购永辉商业全部股权，短期影响业绩不明显

公司研究简报

◆公告梗概:

1)永辉超市拟收购同一控制下关联方永辉商业 100%股权,交易金额 1.88 亿元。永辉商业目前主要业务为投资及资产经营管理,其自身无实际经营业务,与永辉超市不存在同业竞争问题。2009/2010/1H2011 期间,永辉商业的净利润分别为-52.8/-19.6/-114 万元人民币,交易后永辉超市将减少关联租赁三项(其中一项为工业用地,两项为商业用地)。

2)公司同时公告拟各分别投资 1000 万元,在长春设立吉林永辉超市以及在哈尔滨设立黑龙江永辉超市。

◆短期对业绩影响不明显,每年影响净利润约-175 万元:

此次收购项目,短期将增加每年租金收入 232.72 万元,减少关联租赁费用 355.60 万元,而支出方面,永辉超市未来每年将增加贷款利息 232.70 万、固定资产折旧 326.88 万、无形资产摊销 60.3 万、税费 104.39 万元以及其他支出 40 万元。预计未来每年将影响永辉超市净利润约-175 万元,折合每股收益约-0.002 元,短期对公司业绩影响不明显。

◆中长期降低租金风险,增强未来持续经营能力:

中长期,我们认为公司未来增加福州工业园(工业用途,29319.7 平米)、福州群众路(祖庙)房产(商业用途,2035.5 平米)、永安五四路豪门御景三区房产(商业用途,11242.6 平米)三处物业,有利于未来降低日益上涨的租金风险,在增加永辉超市自有物业数量的同时增强了未来持续经营的能力。

◆6 个月目标价 32.55 元,维持增持评级不变:

我们维持公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.66/0.93/1.22 元的预测,以 2010 年为基期三年 CAGR 为 45.3%,6 个月目标价 32.55 元,对应 2012 年 35XPE(12 个月目标价 37.20 元,对应 2012 年 40 倍 PE)。从公告来看,永辉外延扩张持续进行,此次设立长春及黑龙江永辉超市,是继 2011 年 6 月 30 日设立河北及辽宁永辉超市后,积极外延扩张又一次行动。我们认为东北三省超市业态相对全国而言,竞争相对较为不激烈,尤其是大型超市业态在中国东北三省仍然有较大的空间和潜力,未来主打生鲜特色策略更有利于公司在当地获得更多市场份额。但鉴于短期估值压力,维持增持评级不变。

◆风险提示:

外延扩张后管理能力低于预期,2011 年 12 月小非解禁压制股价表现

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	8,475	12,317	17,442	23,220	29,458
营业收入增长率	49.25%	45.33%	41.61%	33.13%	26.86%
净利润(百万元)	254	306	504	714	936
净利润增长率	18.99%	20.15%	64.98%	41.58%	31.22%
EPS(元)	0.33	0.40	0.66	0.93	1.22
ROE(归属母公司)	24.10%	8.01%	11.89%	14.40%	15.90%
P/E	87	73	44	31	24

增持(维持)

当前价/目标价: 28.89/32.55 元

目标期限: 6 个月

分析师

唐佳睿 CFA CAIA FRM

(执业证书编号: S0930510120009)

021-22169161

tangjiarui@ebsecn.com

市场数据

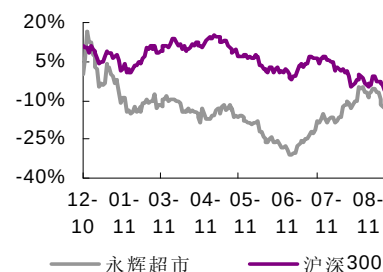
总股本(亿股): 7.68

总市值(亿元): 221.85

一年最低/最高(元): 21.83/37.71

近 3 月换手率: 15.34%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	2.45	32.59	0.00
绝对	-0.14	25.48	0.00

相关研报

永辉超市: 业绩再超预期, 规模效应拉动毛利率提升---1H2011 中报点评

.....2011-08-27
永辉超市: 业绩超市场预期, 内生外延齐头并进---1H2011 业绩预增点评

.....2011-07-10
永辉超市: 业绩略超预期, 外延扩张下渐显规模优势---1Q2011 季报点评

.....2011-04-28

图表 1：我们再次上调 2011-2013 年永辉超市 EPS

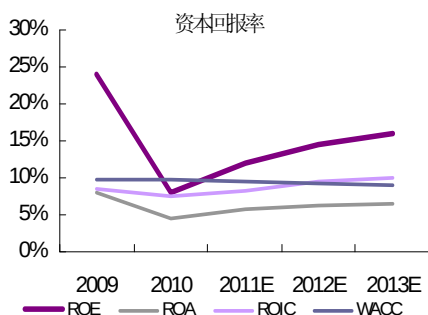
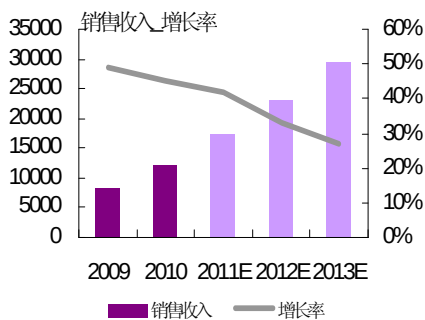
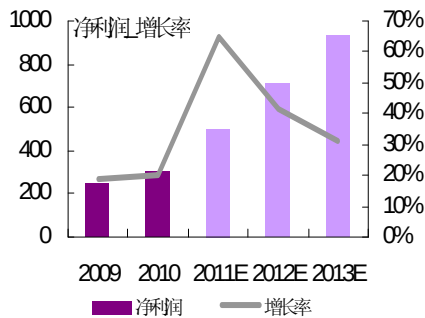
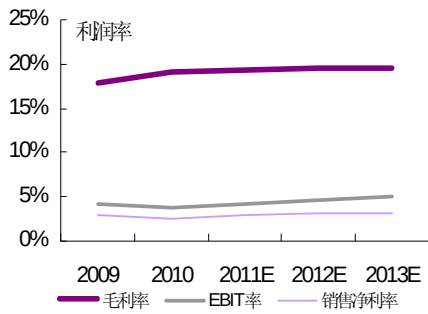
2008-2013 年永辉超市 EPS 拆分 (2011 年 8 月 27 日更新)

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
福建	0.21	0.24	0.27	0.39	0.50	0.61
重庆	0.07	0.15	0.19	0.28	0.39	0.51
北京	0.00	-0.01	0.01	0.06	0.10	0.15
安徽	0.00	0.00	-0.01	0.02	0.04	0.06
贵州	0.00	0.00	-0.01	0.01	0.01	0.02
天津	0.00	0.00	0.00	-0.01	0.01	0.02
误差及其他	0.01	-0.05	-0.06	-0.09	-0.11	-0.13
合计	0.28	0.33	0.40	0.66	0.93	1.22

资料来源：公司公告、光大证券研究所

相关报告：

- 20101204 永辉超市：生鲜加强型超市的典范---新股询价简报
- 20110227 永辉超市：合资设立地产公司，只在提高自有物业比例---公司公告点评
- 20110330 永辉超市：业绩符合预期，毛利率显著提升---2010 年年报点评
- 20110410 永辉超市：业绩略超预期，期间费用大幅下滑是主因---1Q2011 季报业绩预增点评
- 20110428 永辉超市：业绩略超预期，外延扩张下渐显规模优势---1Q2011 季报点评
- 20110710 永辉超市：业绩超市场预期，内生外延齐头并进---1H2011 业绩预增点评
- 20110827 永辉超市：业绩再超预期，规模效应拉动毛利率提升---1H2011 中报点评



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	8,475	12,317	17,442	23,220	29,458
营业成本	6,958	9,962	14,080	18,694	23,675
折旧和摊销	141	93	68	107	146
营业税费	30	47	70	93	118
销售费用	947	1,558	2,163	2,868	3,609
管理费用	114	222	392	488	589
财务费用	37	70	59	119	210
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	328	392	676	956	1,253
利润总额	332	399	676	956	1,253
少数股东损益	3	0	3	3	3
归属母公司净利润	254.29	305.54	504.07	713.64	936.46

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	3,168	6,611	8,826	11,526	14,533
流动资产	1,978	4,677	6,069	7,975	10,228
货币资金	535	2,639	3,488	4,644	5,892
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	60	48	94	125	159
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	235	220	349	464	589
存货	752	1,351	1,408	1,869	2,368
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	538	771	1,492	2,192	2,868
无形资产	161	239	227	216	205
总负债	2,098	2,793	4,578	6,561	8,629
无息负债	1,021	1,748	2,242	2,932	3,676
有息负债	1,077	1,045	2,336	3,629	4,952
股东权益	1,070	3,818	4,248	4,965	5,904
股本	658	768	768	768	768
公积金	47	2,480	2,531	2,603	2,697
未分配利润	350	566	942	1,584	2,427
少数股东权益	15	4	7	10	13

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	205	683	594	882	1,035
净利润	254	306	504	714	936
折旧摊销	141	93	68	107	146
净营运资金增加	770	637	1,074	1,216	1,509
其他	-960	-353	-1,051	-1,155	-1,556
投资活动产生现金流	-692	-942	-900	-900	-900
净资本支出	758	929	900	900	900
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-1,450	-1,871	-1,800	-1,800	-1,800
融资活动现金流	562	2,530	1,155	1,174	1,113
股本变化	592	110	0	0	0
债务净变化	611	-32	1,291	1,293	1,323
无息负债变化	484	727	494	690	744
净现金流	76	2,271	850	1,156	1,248

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	49.25%	45.33%	41.61%	33.13%	26.86%
净利润增长率	18.99%	20.15%	64.98%	41.58%	31.22%
EBITDA 增长率	29.63%	42.96%	30.61%	47.12%	36.21%
EBIT 增长率	19.05%	26.62%	40.86%	46.21%	36.12%
估值指标					
PE	87	73	44	31	24
PB	21	6	5	4	4
EV/EBITDA	38	38	31	22	17
EV/EBIT	50	44	33	24	19
EV/NOPLAT	75	65	45	32	25
EV/Sales	3	2	1	1	1
EV/IC	6	5	4	3	3
盈利能力 (%)					
毛利率	17.90%	19.12%	19.27%	19.49%	19.63%
EBITDA 率	5.65%	5.56%	4.60%	5.09%	5.46%
EBIT 率	4.31%	3.75%	4.21%	4.63%	4.97%
税前净利润率	3.91%	3.24%	3.88%	4.12%	4.25%
税后净利润率 (归属母公	3.00%	2.48%	2.89%	3.07%	3.18%
ROA	8.11%	4.61%	5.75%	6.22%	6.46%
ROE (归属母公司) (摊	24.10%	8.01%	11.89%	14.40%	15.90%
经营性 ROIC	8.55%	7.54%	8.37%	9.38%	10.11%
偿债能力					
流动比率	1.02	1.82	1.39	1.24	1.21
速动比率	0.63	1.30	1.07	0.95	0.93
归属母公司权益/有息债务	0.98	3.65	1.82	1.37	1.19
有形资产/有息债务	2.38	5.43	3.39	2.93	2.75
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.33	0.40	0.66	0.93	1.22
每股红利	0.00	0.10	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.27	0.89	0.77	1.15	1.35
每股自由现金流(FCFF)	-1.47	-1.28	-1.76	-1.56	-1.51
每股净资产	1.37	4.97	5.52	6.45	7.67
每股销售收入	11.04	16.04	22.71	30.24	38.36

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

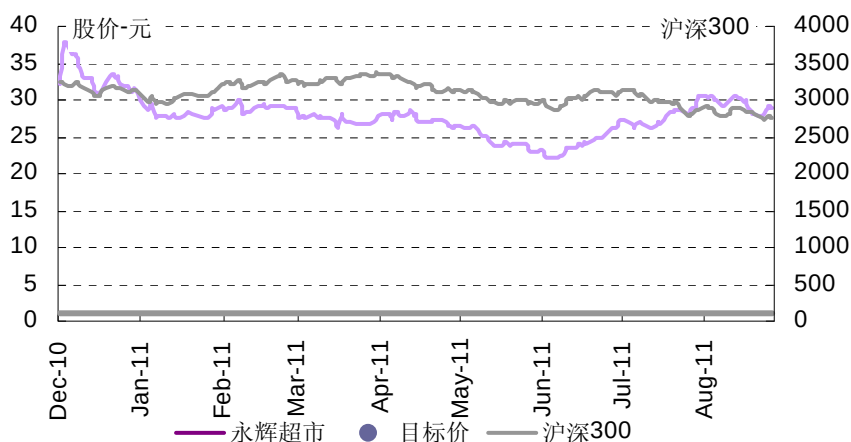
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

唐佳睿，CFA CAIA FRM，德国波恩大学国民经济学硕士，同济大学高分子材料与工程系工学学士。现主要负责零售行业研究。曾就职于中信证券研究部商贸零售组和海富通基金 QFII 投资顾问组。

投资建议历史表现图

永辉超市（601933）



资料来源：光大证券研究所

日期	股价	目标	评级
2010-12-01	32.29	0.00	无评级
2011-01-15	29.99	24.75	中性
2011-02-27	28.29	28.70	增持
2011-03-30	27.00	29.60	增持
2011-04-10	26.80	29.60	增持
2011-04-28	27.89	28.70	增持
2011-07-10	25.19	30.10	增持
2011-08-27	30.48	32.55	增持

买入 —	增持 —	中性 —
减持 —	卖出 —	

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
深圳	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
富尊财富中心	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zhui@ebsecn.com